

## **Convertibilidad, capitales volátiles y estabilización. El papel de las finanzas del gobierno**

*Conversibilidade, capitais voláteis e estabilização.  
O papel das finanças do governo.*

MARIO DAMILL\*,\*\*

---

RESUMO: Este artigo examina os efeitos potenciais de fluxos voláteis de capital internacional em uma economia pequena, comercial e financeiramente aberta sob um regime de quadro de moeda, como é atualmente o caso na Argentina. Em face de choques, como os associados a mudanças na magnitude e na direção dos fluxos de capital, o regime de conversibilidade gera reações pró-cíclicas, que apresentam problemas importantes para a estabilização de variáveis reais e financeiras. Em particular, o documento enfoca o papel estabilizador das decisões relativas ao gerenciamento da dívida pública e, em geral, à administração das carteiras financeiras do Tesouro e do Banco Central (ativos e passivos, incluindo reservas de câmbio). O artigo analisa brevemente as principais abordagens analíticas para a gestão do portfólio financeiro do setor público e, nesse contexto, faz um exame estilizado das características distintivas do caso argentino.

PALAVRAS-CHAVE: Dívida pública; fluxos de capital; estabilização.

ABSTRACT: This paper examines the potential effects of volatile international capital flows on a small, commercially and financially open economy under a currency board regime, as is currently the case in Argentine. In the face of shocks, like those associated with changes in the magnitude and direction of capital flows, the convertibility regime generates pro-cyclical reactions, which pose important problems for the stabilization of real and financial variables. In particular, the paper focuses on the stabilizing role of decisions concerning public debt management and, in general, the administration of the Treasury's and Central Bank's financial portfolios (assets and liabilities, including foreign exchange reserves). The paper briefly reviews the main analytical approaches to the public sector's financial portfolio management and, within that framework, makes a stylized examination of the distinctive characteristics of the Argentine case.

KEYWORDS: Public debt; capital flows; stabilization.

JEL Classification: F41; H63; E61.

---

\* Economista del Centro de Estudios de Estado y Sociedad y de la Universidad de Palermo, Buenos Aires, Argentina. E-mail: damill@cedes.org.

\*\* El autor agradece la colaboración recibida de Daniel Kampel y Sebastián Katz, y los comentarios de Roberto Frenkel.

## INTRODUCCIÓN

En este trabajo se discuten algunos de los problemas específicos que se plantean en la actualidad a la gestión de la deuda pública y de las finanzas del gobierno en general en la Argentina. El énfasis se ubica en las interacciones de las decisiones de cartera del sector público con los problemas de la estabilización macroeconómica bajo el régimen de convertibilidad.

En la sección que sigue a esta introducción se caracterizan sumariamente las aproximaciones conceptuales básicas al problema de gestión de la deuda pública y se define la perspectiva que se adoptará aquí. Luego, en la sección segunda, se describen de manera estilizada los principales rasgos de funcionamiento y los problemas más sustantivos que plantea la situación actual de la economía argentina a las decisiones de manejo de la deuda del estado.

## ENFOQUES ALTERNATIVOS DEL PROBLEMA DE GESTIÓN DE LA DEUDA

### Neutralidad, no neutralidad

El enfoque que seguiremos aquí extiende el análisis habitual de las decisiones que gravitan en la composición del endeudamiento del gobierno, dando también un papel relevante al examen del activo en la hoja de balance del sector público. Se hablará entonces de “decisiones de cartera” del sector estatal, más que de manejo de la deuda en sentido estricto. Como se argumenta a continuación, hay razones que hacen que este enfoque resulte particularmente recomendable cuando se trata de una economía que opera bajo un régimen de libre convertibilidad de su moneda en divisas, y libre movilidad de capitales.

Para comenzar, se hace necesario puntualizar algunos elementos básicos de la configuración institucional y estructural de la economía argentina en el presente.

Entre tales elementos, los de mayor relevancia para el tema que nos ocupa son los siguientes. En primer lugar, la vigencia del régimen de libre convertibilidad del peso en divisas, a una paridad fijada por ley. Bajo este régimen el Banco Central actúa como caja de conversión (“currency board”), obligado a mantener respaldo en activos externos sobre la base monetaria (o, más recientemente, sobre el conjunto de los pasivos financieros internos del Banco).

En segundo lugar, también en lo que se refiere a las normas que regulan el sistema monetario, cabe señalar la existencia de restricciones adicionales a la política monetaria (plasmadas en la ley de Carta Orgánica del Banco Central, de 1992, modificada en 1995), que se agregan a las derivadas de las exigencias establecidas por la convertibilidad. De modo que los grados de libertad de la política monetaria son, en el presente, muy escasos.

En tercer lugar, otro rasgo decisivo es la significativa apertura financiera, que se expresa en un muy bajo costo de entrada (o salida) de capitales a (o desde) la economía nacional. La libre movilidad de capitales vigente configura un elevado

grado de integración de la economía al proceso de globalización financiera, que ha constituido a su vez una de las características más notorias de la evolución de la economía mundial desde la primera mitad de los años setenta.

El reconocimiento de esos rasgos centrales de la economía argentina actual en los planos monetario y financiero es uno de los puntos de partida de este trabajo. No se examinará la cuestión del manejo de la cartera del gobierno en abstracto, sino en el contexto definido por un régimen monetario caracterizado en lo esencial por los elementos ya apuntados. El otro punto de partida lo proporcionan los desarrollos relativos a la temática “gestión de la deuda” disponibles en la literatura especializada.<sup>1</sup>

En dichos trabajos el primer paso involucra, por lo general, una cuestión de definición: ¿qué acciones quedan comprendidas bajo el título de “operaciones de manejo de la deuda”?

Para abordar el problema, que se trata aquí de manera sucinta, cabe referirse a la restricción presupuestaria del gobierno. Supóngase, para simplificar, que existen dos tipos de deuda pública (DI y D2, que pueden identificarse con pasivos de corto y de largo plazo, respectivamente, o con obligaciones en pesos y en moneda extranjera, por ejemplo). Expresando dicha restricción presupuestaria de manera simplificada puede escribirse<sup>2</sup>

$$DEFG = \Delta D1 + \Delta D2 - \Delta R + \Delta PM$$

donde R son las reservas de divisas del banco central y PM los pasivos monetarios de esa institución (si la misma tiene pasivos financieros que devengan interés, supondremos que se encuentran agregados en D1 ó en D2 ó en ambas).

Desagregando el lado izquierdo de la igualdad puede escribirse:

$$G + IG - T + i_1 \cdot D1_{t-1} + i_2 \cdot D2_{t-1} = \Delta D1 + \Delta D2 - \Delta R + \Delta PM$$

donde el déficit fiscal aparece descompuesto en: gasto corriente no financiero (G), más inversión pública (IG), menos recaudación tributaria (T), más intereses pagados sobre las obligaciones preexistentes ( $i_1$  e  $i_2$  son las respectivas tasas de interés). Esa ecuación puede utilizarse para distinguir operaciones de distinto tipo ejecutadas por el gobierno o el banco central. Convencionalmente, al tratar de definir el concepto de manejo de la deuda se procura diferenciar entre tres tipos de acciones de política, aunque en la práctica no siempre la distinción puede hacerse de manera nítida: política fiscal, política monetaria y política de manejo de la deuda.

La política fiscal suele referirse a las decisiones que involucran en particular a G, IG y T, variables del lado izquierdo de la expresión anterior, independientemente de su contrapartida financiera, que aparece en el lado derecho de la igualdad.

<sup>1</sup> Pueden citarse, por ejemplo, Tobin, J. (1963); Agell, J., M. Persson, y B. Friedman (1992); Dornbusch, R. y M. Draghi (1990), y Mehran, H. (Ed.) (1985).

<sup>2</sup> En adelante se considerará la restricción presupuestaria conjunta del gobierno y del banco central, de modo que la variable DEFG designa al déficit consolidado de esos dos agentes.

Las operaciones típicas de política monetaria, por su parte, son variaciones de PM asociadas a cambios en alguna (o algunas) de las restantes variables del lado financiero (el derecho) de la última ecuación, que dejan a ésta última inmodificada. Es decir que, en principio, una operación de esa naturaleza es independiente del valor de DEFG, que se considera dado. Así, por ejemplo, si el banco central compra títulos públicos en circulación, incrementando PM, alguna de las variables de deuda (D1 ó D2) estará contrayéndose, de manera que los cambios quedan inicialmente acotados al plano monetario-financiero. La deuda se reduce porque cae el volumen de títulos en poder de particulares (residentes o no residentes), o de los bancos. La operación monetaria típica con convertibilidad consiste en una variación de PM con contrapartida en una variación equivalente en las reservas R del banco central.

En este esquema simplificado, el tercer tipo de acción de política – las operaciones de manejo de la deuda pública – consistiría en cambios en la composición de la deuda que dejan inalterado su monto total “D” (con:  $D = D1 + D2$ ). En tal caso, estas operaciones pueden distinguirse de manera tajante de las de política monetaria o fiscal. En la práctica, sin embargo, una distinción tan precisa (y restrictiva) raramente es posible, si acaso útil.

Una definición de mayor utilidad, más inclusiva, parte de reconocer dos aspectos de relevancia práctica. En primer lugar, que para caracterizar el manejo de la deuda conviene tomar en cuenta también las acciones que afectan el volumen del endeudamiento. En segundo lugar, que para diversos fines (como la evaluación de la solvencia/fragilidad, del estado de liquidez etc.), el concepto de “posición financiera neta” del sector público frente a los restantes agentes agregados (el sector privado y el resto del mundo) es de mayor relevancia que la noción de deuda bruta. Siendo así, cabe considerar conjuntamente las decisiones que involucran a los activos del sector público y aquéllas que afectan a sus pasivos brutos. Desde esta perspectiva resulta preferible referirse al “manejo de la cartera” (pasiva y activa) estatal, antes que al manejo de la deuda. La primera noción es menos restrictiva pero parece más adecuada porque suprime una distinción arbitraria entre operaciones (pasivas y activas) que son de naturaleza semejante<sup>3</sup>. Resulta entonces razonable adoptar una definición amplia del manejo de la deuda, extendiéndola al conjunto de la cartera y comprendiendo también las acciones que afectan el monto total del endeudamiento.

Es posible ahora abordar el siguiente punto importante: ¿Cuál es la relevancia de las decisiones de cartera del sector público? Es decir, ¿en qué medida las deci-

---

<sup>3</sup> Esto significa que la posición del gobierno en relación con los elementos que aparecen en el lado del activo de su hoja de balance, tales como tierra o acciones de compañías privadas, pueden también ser considerados como ‘debt management’ a todos los fines prácticos: mediante transacciones con dichos activos, el gobierno podría afectar el equilibrio en los mercados de activos y, por lo tanto, también la estructura de rendimientos” (Agelly Persson, “Does Debt Management Matter?”, p. 12; en: Agell, J., M. Persson y B. Friedman, 1992). Naturalmente, entre esos activos han sido particularmente relevantes, en la Argentina de los noventa, las empresas públicas. En el plano financiero se destaca también, por su importancia, el acervo de reservas de divisas en poder del Banco Central.

siones de portafolio del gobierno afectan a variables reales relevantes para determinar la calidad del desempeño macroeconómico, como las tasas de inversión y crecimiento, el nivel de actividad, el empleo?.

En la literatura acerca del tema conviene identificar, como primera aproximación, dos enfoques básicos, que pueden designarse como “el enfoque de neutralidad” y el de “no neutralidad”, respectivamente.

El primero de ellos establece que, bajo ciertas condiciones, la estructura de la deuda pública es irrelevante, es decir, no tiene ninguna consecuencia significativa sobre las variables de desempeño mencionadas más arriba.<sup>4</sup> Si se acepta que la estructura de la deuda pública es irrelevante por sus efectos sobre otras variables de desempeño, entonces las decisiones relativas a la composición de los pasivos estatales también lo serán y el manejo de la deuda, según se lo entiende convencionalmente, desaparece de la agenda de problemas.

Ese enfoque puede tener alguna utilidad en la medida en que permite definir un caso paradigmático (un “benchmark”), pero hay un extendido consenso acerca de que es de nula relevancia empírica. En consecuencia, más allá de su eventual valor como referencia teórica, es a todas luces poco útil como guía para el examen de problemas prácticos. Supuestos notoriamente plausibles sobre el comportamiento de una economía concreta hacen que el criterio de neutralidad se derrumbe.

La segunda perspectiva es, naturalmente, la de “no neutralidad”. El enfoque tradicional de no neutralidad tendía a poner el acento casi exclusivamente en el costo del endeudamiento. *Ceteris paribus* las restantes variables de ingreso-gasto del sector público, un mayor costo de la deuda significa un mayor déficit fiscal. Y en un amplio conjunto de circunstancias, éste o las medidas dirigidas a controlarlo o suprimirlo tendrán efectos reales. Desde esta perspectiva, el principal criterio atendible para juzgar la adecuación de las decisiones de cartera del sector público debe ser su costo, en términos de intereses netos. La mejor estrategia de manejo de la cartera estatal será la que minimice el costo de la deuda neta, dado su volumen.

Sin embargo, si las acciones que modifican la estructura (y eventualmente también el volumen) de la deuda tienen efectos sobre otras variables (macroeconómicas), es claro que ese criterio resulta aún demasiado estrecho para evaluar la adecuación de las decisiones de cartera del sector público.

Si, por ejemplo, distintas estrategias de manejo de la cartera del gobierno tuvieran efectos diferentes sobre el nivel de actividad, lo que a su vez daría lugar a distintos comportamientos de la recaudación tributaria, el cálculo del costo fiscal de tales estrategias no coincidirá con el simple cómputo de intereses. Las variacio-

---

<sup>4</sup> Entre las más importantes de las condiciones (extremadamente restrictivas) de “neutralidad” se destaca la siguiente: debe haber un perfecto sustituto privado para cada tipo de título de deuda pública. Si son sustitutos imperfectos – en el sentido de que la estructura de retornos de los bonos públicos no puede replicar se mediante una cartera de bonos privados –, las acciones de manejo de la deuda alterarán las combinaciones de riesgo-rentabilidad a las que se enfrentan los inversores. En tal caso los precios de equilibrio y la asignación de recursos serán afectados por las operaciones financieras gubernamentales. Sobre el enfoque de neutralidad cf. por ejemplo Agell, J., M. Persson y B. Friedman, *op. cit.*, pp. 19 -26.

nes de los ingresos tributarios, al menos, tendrían que ser también tomadas en consideración.

Pero además, si la política de deuda afecta al nivel de actividad y, por ende, a otras variables relevantes para caracterizar el desempeño de la economía como el empleo o la tasa de inversión, incluso una definición más comprensiva del costo fiscal (que dé lugar también a la consideración del impacto sobre la carga tributaria) será inadecuada. La raíz del problema se encuentra en la presencia de externalidades, asociadas a las políticas financieras del estado, que la contabilidad de costos y beneficios con criterio “privado” (aunque se trate de la deuda pública) no capta. Se impone en tal caso la adopción de un enfoque aún más amplio, que tome en cuenta los efectos de las decisiones financieras fiscales sobre el comportamiento global de la economía.

En síntesis, el impacto de las decisiones financieras estatales sobre el nivel de actividad, el empleo, la estabilidad financiera, requiere consideración, cuando se trata de evaluar su calidad y eficiencia.

Esta perspectiva, más amplia, entre cuyos hitos iniciales se destacan los trabajos de James Tobin<sup>5</sup>, asignó a la política de deuda del sector público, considerada ciertamente “no neutral” bajo un conjunto muy vasto de circunstancias, un papel fundamental entre los instrumentos de política anticíclica o de estabilización<sup>6</sup>. De acuerdo con este enfoque, las decisiones de cartera del gobierno deben evaluarse tomando en cuenta sus externalidades positivas y negativas.

En este trabajo se adapta una perspectiva de “no neutralidad”.<sup>7</sup> Es decir, se supone que la gestión de la deuda pública y, más en general, de la cartera de activos y pasivos estatales, tiene efectos con frecuencia significativos sobre el curso de varia-

---

<sup>5</sup> Cf. por ejemplo, Tobin, J. (1963), op. cit.

<sup>6</sup> Entre los diversos argumentos que pueden dar pie a la “no neutralidad” se destaca, por su relevancia actual en la discusión teórica, el que se asienta en la existencia de restricciones de liquidez (que operan por ejemplo sobre las familias o sobre un subconjunto importante de ellas). Si los hogares no tienen acceso fácil al crédito como forma de compensar shocks negativos que afecten transitoriamente a sus ingresos, el gasto público financiado con deuda puede permitirles obtener los recursos necesarios “tomados en préstamo de sus descendientes”, relajando así su restricción de liquidez. Cf. Dornbusch, R. y M. Drag i, op. cit., cap. 1. Otros autores extendieron la discusión a cuestiones de largo plazo, examinando el efecto del manejo de cartera del sector público sobre las tasas de inversión y de crecimiento económico. Cf. por ejemplo: Friedman, B., “Debt Management Policy, Interest Rates and Economic Activity”, en: Agell, J., M. Persson y B. Friedman, op. cit.

<sup>7</sup> Entre los diversos argumentos que pueden dar pie a la “no neutralidad” se destaca, por su relevancia actual en la discusión teórica, el que se asienta en la existencia de restricciones de liquidez (que operan por ejemplo sobre las familias o sobre un subconjunto importante de ellas). Si los hogares no tienen acceso fácil al crédito como forma de compensar shocks negativos que afecten transitoriamente a sus ingresos, el gasto público financiado con deuda puede permitirles obtener los recursos necesarios “tomados en préstamo de sus descendientes”, relajando así su restricción de liquidez. Cf. Dornbusch, R. y M. Drag i, op. cit., cap. 1. Otros autores extendieron la discusión a cuestiones de largo plazo, examinando el efecto del manejo de cartera del sector público sobre las tasas de inversión y de crecimiento económico. Cf. por ejemplo: Friedman, B., “Debt Management Policy, Interest Rates and Economic Activity”, en: Agell, J., M. Persson y B. Friedman, op. cit.

bles como el nivel de actividad, la disponibilidad de crédito para el sector privado, la tasa de inversión. A partir de ese enfoque se considerarán, según se argumenta a continuación, las posibles interacciones entre las políticas de deuda y los problemas de la estabilización y el equilibrio macroeconómico de corto plazo, bajo el régimen monetario caracterizado por la convertibilidad y la libre movilidad de capitales.

## Las tesis del trabajo

Adaptando la perspectiva señalada, la tesis central de este trabajo, que incorpora los principales rasgos institucionales y estructurales relativos a la economía argentina ya mencionados, puede resumirse en pocas líneas mediante las proposiciones que siguen.

En primer lugar, puede sostenerse que en una economía pequeña y financieramente abierta como la argentina, la volatilidad de los flujos de capitales constituye hoy la principal y más frecuente fuente de shocks pasibles de dar origen a fluctuaciones macroeconómicas.

En segundo término, puede afirmarse que el efecto (expansivo o contractivo) de los shocks nominales asociados a la volatilidad de los flujos de capital es inicialmente amplificado – en vez de amortiguado – en presencia de un régimen de moneda convertible. En otros términos, la convertibilidad da lugar a una respuesta inicial de naturaleza pro-cíclica.

En tercer lugar, ese tipo de respuesta espontánea de la economía se ve además confirmado o reforzado por las marcadas limitaciones que el régimen de convertibilidad con libre movilidad de capitales establece para la aplicación de medidas anticíclicas, en especial en lo que se refiere a las acciones de política monetaria.

Luego, frente a las limitaciones que enfrentan en tal contexto institucional las operaciones de política monetaria, puede en principio argumentarse que cabría a la política fiscal un papel importante como recurso anticíclico. Sin embargo, los instrumentos convencionales de política fiscal también son limitados por razones diversas, de las que aquí conviene destacar dos. Por un lado, porque el comportamiento pro-cíclico de la convertibilidad se refleja en la recaudación tributaria, de modo que en “malos tiempos” los márgenes de maniobra de la política fiscal se estrechan: cuando los instrumentos son más necesarios, se debilitan, y esto tiende a inducir un comportamiento fiscal también pro-cíclico. Por otro lado, la política fiscal como recurso anticíclico tiende a actuar con relativa lentitud, si se la compara con la rapidez con que pueden cambiar los volúmenes e incluso el signo de los movimientos de capitales, con los consiguientes efectos sobre la liquidez, el crédito y, por ende, sobre la demanda agregada. Este último argumento, sin embargo, no lleva precisamente a descartarla sino que realza, como se argumentará más adelante, la importancia de los aspectos financieros de la política fiscal, que comprenden las acciones y estrategias de gestión de la deuda pública y, más en general, de la cartera de activos y obligaciones del estado (incluyendo en esa definición al banco central, como se hiciera más arriba). En este plano sí parece posible concebir medidas de sentido

anticíclico capaces de operar con rapidez, dirigidas a compensar en parte o a amortiguar el impacto de los volátiles movimientos de capitales privados.

### Las “fuentes” del endeudamiento: desequilibrio fiscal, restricción externa y fragilidad financiera

Antes de abordar los efectos macroeconómicos potenciales de las decisiones estatales de cartera, detengámonos un momento en la relación inversa: la que va de las fluctuaciones macroeconómicas a la hoja de balance del sector público.

Es habitual que, al examinar la evolución de la deuda pública, el análisis se articule de manera muy estrecha con el relativo al déficit fiscal. Suele asumirse que el origen del endeudamiento estatal está en esencia – y siempre – en el comportamiento de las cuentas públicas, y sus fluctuaciones reflejan también, en consecuencia, los avatares del resultado de las cuentas fiscales.

Volviendo a la ecuación anterior:

$$DEFG = G + IG - T + i_1.D1_{t-1} + i_2.D2_{t-1} = \Delta D1 + \Delta D2 - \Delta R + \Delta PM,$$

puede decirse que, desde esa perspectiva “fiscalista” se pone el acento en la primera igualdad cuando se examina la trayectoria del endeudamiento público. Así, el problema de la deuda se asocia muy estrechamente con la estructura de ingreso-gasto del sector público y su evolución, y tiene que ver centralmente con cuestiones como la forma de financiamiento del sistema previsional, de la salud, de la educación etc.

Sin embargo, y sin mengua del carácter esencial de ese aspecto del problema, son abundantes las evidencias de que en economías con sistemas financieros relativamente frágiles y sectores externos vulnerables, suelen observarse “saltos” en el endeudamiento público originados en la necesidad de enfrentar amenazas para el desempeño macroeconómico que son en buena medida independientes del estado de las cuentas fiscales. Las mismas pueden provenir, en cambio, del sector externo y del cuadro de fragilidad financiera.<sup>8</sup>

En consecuencia, la visión fiscalista puede considerarse limitada, desde la perspectiva macroeconómica que se sugiere aquí, aunque introduzca elementos insoslayables en el análisis del problema del endeudamiento.

Algunos ejemplos concretos pueden contribuir a ilustrar la visión que aquí se propone. Mencionaremos dos, seleccionados por su significación entre los diversos casos que podrían citarse en favor de este argumento. Los mismos corresponden a momentos cruciales de la experiencia argentina: (a) la política de endeudamiento

---

<sup>8</sup> Los pasivos de los bancos, por ejemplo, son en alguna medida obligaciones contingentes del sector público, puesto que éste normalmente se verá forzado a intervenir ante una corrida contra la moneda, a fin de evitar o limitar el desarrollo de una crisis financiera. Estos compromisos virtuales no se manifiestan, sin embargo, en la hoja de balance del gobierno (al menos en tanto la supuesta situación de crisis. y la subsiguiente intervención, no se concreten). Algo semejante sucede, en alguna medida, con los pasivos externos del sector privado, como lo mostraron los procesos de estatización de la deuda externa privada en países como Argentina y Chile, a comienzos de los años ochenta.



para sostener la política cambiaria, en 1980; (b) la política seguida en 1995, basada en endeudamiento más emisión monetaria, para socorrer a los bancos y para compensar las salidas de capitales privados cuando éstos refluieron hacia el exterior al calor del efecto tequila.

## La crisis de 1980

En 1980, el programa de estabilización iniciado en diciembre de 1978, basado en la prefijación de la tasa de devaluación según una secuencia decreciente, entró en una fase de crisis.<sup>9</sup> Esa política había conducido a una considerable apreciación del peso. Esto generó creciente incertidumbre en relación con la sostenibilidad de la política cambiaria y llevó a que, en el primer trimestre de 1980, se produjeran importantes salidas de capitales. Estas crearon problemas de liquidez en empresas y bancos y contribuyeron a precipitar una crisis financiera. Se iniciaron entonces distintas acciones dirigidas a reforzar la política de estabilización. Se profundizó la liberalización de los movimientos de capitales. Pero al mismo tiempo, a fin de apuntalar la política cambiaria, se procuró compensar la caída de reservas a la que estaban dando lugar las salidas de capitales privados. Una de las vías para hacerlo fue la reconfiguración de las carteras pasivas de las empresas públicas, que fueron forzadas a reducir el peso del endeudamiento interno en su pasivo total, en favor de obligaciones con acreedores del exterior. Una operación de sustitución de pasivos internos por externos incrementa la deuda externa bruta del sector público, pero no así su deuda total. De manera que no afectaría sino el lado derecho, financiero, de las ecuaciones presupuestarias planteadas anteriormente. Sin embargo, acciones de ese tipo contribuyen decisivamente a explicar el “salto” del endeudamiento externo público en aquella fase crítica. Parte de ese salto se produjo, como muestra el mecanismo descrito, de manera independiente del nivel del desequilibrio financiero fiscal.

El doble propósito de esa política de cartera era: a) apuntalar al sector externo y a la política de estabilización obteniendo divisas en los mercados internacionales de fondos, y b) mejorar la liquidez del sistema financiero, mediante la reducción del endeudamiento interno de las empresas estatales. De modo que, además del déficit fiscal, los problemas que atravesaba el sector externo y el cuadro de fragilidad financiera interna estuvieron también, a lo largo de aquella experiencia, en el origen de parte importante del endeudamiento externo público.

Aquellas operaciones significaron, entre otros cambios en la estructura de la cartera del sector público, uno que se probaría a posteriori muy importante: mayor exposición financiera en moneda extranjera, a cambio de una reducción de la exposición en pesos. Eso hacía al gobierno más vulnerable a la devaluación. En otros términos, el sector privado procuraba salir de las posiciones con riesgo cambiario,

---

<sup>9</sup> En relación con ese programa cf. por ejemplo: Damill, M. y R. Frenkel (1987).

y éstas eran “compradas” por el sector público, apostando a que la política cambiaria podría ser mantenida.

Esta estrategia de manejo de la deuda habría de convertirse posteriormente en una de las causas principales de desequilibrio fiscal (y de aumento del valor real de la deuda pública), luego de que en 1981 una etapa de maxidevaluaciones siguiera al derrumbe de la política de estabilización. Pero este aumento posterior del déficit es mejor entendido como consecuencia y no, evidentemente, como causa del aumento inicial de la deuda.

A lo largo de ese proceso de devaluaciones nominales sucesivas se produjo una considerable devaluación real. De tal modo, se incrementó notablemente el valor real de la deuda, lo que se refleja en relaciones como el cociente “deuda/PBI”. Dada la magnitud de la deuda contratada en moneda extranjera, ese cambio de precios relativos es un factor decisivo para explicar el comportamiento del grado de endeudamiento del sector público, con relativa independencia del grado de desequilibrio de las cuentas públicas.

### El efecto “tequila” y el crítico año 1995

Más recientemente, a comienzos de 1995 y luego de la crisis de México de diciembre de 1994, Argentina debió atravesar nuevamente una etapa crítica, en varios aspectos comparable a la mencionada en el ejemplo anterior. En este caso, en que las acciones para defender y consolidar la estabilización fueron en principio más exitosas, el “lado financiero” de la hoja de balance del sector público (y del Banco Central) volvió a tener un papel decisivo. Por una parte, para apuntalar la estabilización fue clave el paquete de apoyo externo negociado con los organismos multilaterales. El mismo permitió hacer frente a las abultadas necesidades de financiamiento del sector externo en un lapso en que los capitales privados tendían a refluir al resto del mundo, en marcado contraste con lo que se había observado desde 1991. Los fondos provenientes del exterior contribuyeron también a financiar las acciones dirigidas a enfrentar el cuadro de crisis financiera, configurado debido a la masiva caída de los depósitos del público en los bancos y de las reservas de divisas del Banco Central<sup>10</sup>. Está claro que, si bien el sector público presentaba en aquel momento un déficit pequeño, no fue ese, en lo sustancial, el origen del nuevo

---

<sup>10</sup> Otro cambio en la composición de la cartera, en este caso del Banco Central, fue también de gran importancia para amortiguar el impacto del reflujo de capitales: las autoridades monetarias usaron hasta el límite legal el margen de flexibilidad más importante del régimen de convertibilidad, consistente en la posibilidad de respaldar hasta 20% de la base monetaria con títulos públicos del gobierno nacional denominados en moneda extranjera, considerados a esos efectos como activos externos. Este margen permitió al Banco Central expandir el crédito a los bancos (redescuentos) sin violar la ley de convertibilidad, aunque deteriorando la calidad del respaldo en divisas de la base monetaria. De tal modo logró contener el desarrollo de la crisis financiera y evitó una contracción del crédito otorgado por el sistema bancaria. Es decir, pudo limitar el efecto del shock sobre un sistema bancario con rasgos importantes de fragilidad. También se redujeron los encajes legales, con los mismos propósitos.

endeudamiento. El papel decisivo lo tuvieron, nuevamente, los problemas del sector externo y de fragilidad financiera interna.

Con posterioridad se observó también una reapertura de la brecha fiscal. Esta se debió en parte a que, pese al apoyo externo y a las acciones anticíclicas que el mismo contribuyó a financiar, el impacto del cambio desfavorable de la situación financiera externa sobre la economía real fue de todos modos importante, asumiendo la forma de una intensa y persistente recesión. Esta gravitó en la recaudación tributaria y en consecuencia en el déficit. La ampliación de este desequilibrio, otra vez, puede ser mejor entendida como una consecuencia endógena del shock negativo, y no como el origen de la nueva deuda.

## CONVERTIBILIDAD, FLUJOS DE CAPITALES VOLÁTILES Y MANEJO DE LA DEUDA

En esta sección, complementando los planteos realizados más arriba, se discuten los lineamientos básicos de un marco conceptual adaptado a los problemas específicos que presentan el análisis y la evaluación de la calidad de la gestión de la cartera financiera del estado en la Argentina en el presente, vigente un régimen de moneda convertible con libre movilidad de capitales.

### Capitales volátiles

En los albores de la macroeconomía moderna, el problema típico que se planteaba a la política económica derivaba de la volatilidad de las decisiones privadas de inversión. La inestabilidad de esta variable era percibida como la causa principal de la eventual existencia de falias masivas de coordinación. La inversión se hace mirando al futuro y la información con la que se cuenta es, de manera irreductible, incompleta. Cambios en los estados de opinión acerca del futuro, que gravitan en los “animal spirits” de los empresarios, son fuente de alteraciones en las conductas del presente, a veces significativas y de grandes consecuencias. Estas reacciones pueden incluso ser inconsistentes con el estado de las variables fundamentales de la economía. En efecto, la configuración de un estado de expectativas deprimidas, en principio “erróneas” pero que tienden a autorrealizarse en vez de autocorregirse, constituye quizás el problema keynesiano por excelencia. Y la consiguiente prescripción de política fiscal anticíclica, basada en la idea de “cebar la bomba”, debe entenderse en ese marco: se trata de ir en contra de las expectativas pesimistas, que en la medida en que no se vean confirmadas serán probablemente modificadas, permitiendo a la economía moverse hacia otro punto de equilibrio, con un nivel de gasto privado más elevado. Esa interpretación presupone, en consecuencia, la existencia de equilibrios múltiples, asociados a diferentes estados de las expectativas.

En las economías emergentes de hoy en día no es la inestabilidad de la inversión privada la principal fuente potencial de fluctuaciones económicas. El centro de la es-

cena lo ocupa, en ese plano, la volatilidad de los capitales, en un escenario internacional caracterizado por un grado de integración financiera global sin precedentes.

La idea de que los flujos internacionales de capitales son relativamente volátiles ganó aceptación, algo tardíamente, luego de la crisis de México de diciembre de 1994 y de su “derrame” o contagio posterior a otras economías: el llamado efecto tequila. Más allá del impacto convincente de ese episodio, la evidencia acerca de la volatilidad de los movimientos de capitales es abrumadora.<sup>11</sup> La historia de los flujos internacionales de capital está marcada por ondas de optimismo y de pesimismo, por períodos de boom y otros de crisis, en los que las conductas “de manada” han sido también una característica recurrente, con el efecto de amplificar las fluctuaciones.

Se ha observado además la existencia de una marcada correlación entre el crecimiento económico en Latinoamérica y la magnitud de los flujos de capital hacia la región, en las últimas dos décadas. Estos movimientos de fondos pueden provocar fuertes impulsos expansivos o contractivos en el corto plazo.

Una cuestión crucial es la siguiente: la volatilidad de los flujos de capital es explicada en gran medida por factores externos a la región. En efecto, diversos trabajos han contribuido a fundamentar la idea de que el flujo de capitales hacia América Latina es determinado en lo sustancial por desarrollos de la economía mundial que pueden entenderse como esencialmente exógenos.<sup>12</sup> En otros términos, los shocks son en buena medida independientes de las acciones y de la “performance” interna regional. La tasa de interés internacional y el estado de la cuenta corriente de las principales economías industrializadas parecen explicar en gran medida el comportamiento de esos flujos.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Cf. por ejemplo: Folkerts-Landau, D. y T. Ito (1995), y Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez (eds., 1996).

<sup>12</sup> Cf. por ejemplo Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez (eds.), op. cit., pp. 4-5.

<sup>13</sup> Calvo et al. encuentran que los factores externos pueden dar cuenta de hasta 60% de la varianza de las reservas de divisas y de los tipos de cambio reales en la región, en los primeros años noventa. Cf. Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1993). Otra visión enfatiza, por el contrario, los factores de atracción: los capitales serían atraídos por el entorno económico más propicio creado por las reformas estructurales, la desregulación, la reducción del estado etc. Si bien estos aspectos no pueden dejarse de lado, la evidencia de economías – como la del Brasil – que han recibido muy importantes influjos de capital en los años noventa a pesar de evidenciar un considerable “atraso” en los procesos de reforma económica en el espíritu del Washington Consensus, alimenta también la hipótesis de exogeneidad. Con todo, cabe recordar que la discusión reciente de este punto estuvo en esencia referida a la onda expansiva iniciada a comienzos de los noventa. Los ingresos de capital recibidos por las economías emergentes en esa fase pueden considerarse en gran medida exógenos. Pero es fácil identificar casos que muestran que, obviamente, las netas de capitales están con mayor frecuencia asociadas a procesos internos que alimentan la incertidumbre. En ese mismo período de los tempranos noventa Venezuela es, entre los países latinoamericanos, un ejemplo “contra corriente”.

## Volatilidad y fragilidad externa<sup>14</sup>

No obstante lo señalado en la sección anterior, parece claro que ciertas condiciones de las economías receptoras de los flujos de capital, distintas del grado de avance de las reformas orientadas hacia el mercado, contribuyen a determinar la “propensión a la volatilidad” de los capitales. El contraste entre las experiencias recientes de México y Argentina, por un lado, y Chile y Colombia, por otro, es en este sentido nítido y merece ser destacado.

El influjo masivo y generalizado de capitales de los primeros años noventa alimentó la expansión económica y dio lugar a una tendencia a la apreciación cambiaria y a la generación de déficit, en algunos casos muy pronunciados, en la cuenta corriente del balance de pagos de las economías receptoras. Eso se reflejó en la evolución de indicadores que caracterizan el grado de fragilidad externa, como la relación “déficit de cuenta corriente/exportaciones”, por ejemplo. En 1993/94, antes de la crisis del peso mexicano, México y Argentina eran las economías que presentaban los cocientes más desfavorables de fragilidad externa en la región latinoamericana. Habrían de ser también esas las economías más afectadas por el cambio en el “ánimo” de los mercados de capitales que ya se insinuaba (desde que, en febrero de 1994, la Reserva Federal iniciara una serie de correcciones alcistas de su tasa de descuento) pero se manifestó con intensidad luego de la devaluación de diciembre. El comportamiento de las primas de riesgo-país en 1994-95 refleja el mismo fenómeno: subieron en toda la región, pero algo menos en los casos de Chile y Colombia, y más en México y Argentina. Las mayores reducciones de los flujos de capital y los mayores aumentos de las primas de riesgo se produjeron precisamente en los países que mostraban los índices de fragilidad externa más desfavorables en el momento en que comenzaron a aumentar las tasas de interés de Estados Unidos.

Es un hecho que el desempeño macroeconómico de los países de América Latina en 1995-96 ha mostrado panoramas locales bien diferentes, que son en gran medida consecuencia de la mayor fragilidad o solidez financiera externa de cada economía. Entre los países que se han mencionado en esta sección, Chile y Colombia tienen situaciones externas robustas y fueron poco afectados por la crisis. México y Argentina, por el contrario, se han enfrentado nuevamente con las consecuencias desestabilizantes del ajuste externo. En México la inflación se aceleró y en ambos países se experimentaron tendencias recesivas.

En el caso argentino, en particular, la evolución del endeudamiento público en el escenario post-crisis ha sido preocupante, aunque el desencadenante de los problemas, como en los ejemplos discutidos más arriba, no puede ubicarse en el estado de las cuentas fiscales sino más bien en la fragilidad del sector externo y en la consecuente vulnerabilidad ante la retracción de los flujos de capitales.

---

<sup>14</sup> Esta sección se basa en Frenkel, R. (1995) y también en Damill, M.; J.M. Fanelli y R. Frenkel (1996).

## El tamaño relativo de los shocks

En tanto se acepte que, según se indicó más arriba, las fluctuaciones de los flujos de capital guardan cierta independencia en relación con los desarrollos internos, tales fluctuaciones pueden interpretarse como “shocks” exógenos sobre las economías receptoras. Dicho esto, la cuestión que inmediatamente se plantea es la relativa al tamaño de los shocks.

Naturalmente, el tamaño de un shock – positivo o negativo – no es independiente de ciertas características de la economía receptora del impulso. Cuando se trata de movimientos de capitales, las dimensiones de las relaciones monetarias y financieras internas son, en especial, relevantes.<sup>15</sup>

En economías con un bajo grado de monetización y de intermediación financiera interna, ingresos de capitales en un período de boom como lo fueron los primeros años noventa, por ejemplo, pueden ser muy significativos en relación con el tamaño de los agregados monetarios al inicio del período. De tal modo, darán lugar a expansiones muy veloces del dinero y el crédito, o de la deuda pública si se recurriera a la esterilización. Economías con sistemas financieros más desarrollados y maduros tendrán seguramente mayor capacidad de absorber ordenadamente los nuevos influjos, en la medida en que los mismos no significarán tasas de crecimiento del crédito de magnitud tal como para desbordar la capacidad de los bancos de procesar adecuadamente sus nuevas decisiones de asignación.

Por cierto, el mecanismo también funciona – pero al revés – cuando los capitales refluyen: salidas de fondos, en una economía con baja monetización, pueden significar reducciones muy importantes y veloces de la masa monetaria y de la capacidad prestable de los bancos, difíciles de asimilar sin una disrupción de las relaciones monetarias y financieras internas.

Las operaciones de esterilización monetaria mediante la colocación de deuda pública se dirigen justamente a atenuar el considerable impacto interno que tendrían de otro modo los flujos de capital, en uno u otro sentido. Pero el problema se reproduce en otro nivel: las propias operaciones de esterilización pueden ser significativas, por su volumen, en relación con el total de la deuda pública en circulación, abriendo la puerta a cuestiones relativas a la sustentabilidad de la situación fiscal, por su impacto sobre las tasas de interés y el flujo de servicios de la deuda pública.

Pese a esto, de todos modos, en especial cuando los influjos de capitales son el resultado de inversiones de muy corto plazo y especulativas, puede ser adecuado recurrir a acciones de intervención de significación. De los países latinoamericanos arriba mencionados, Chile y Colombia estuvieron – juntamente con Brasil, aunque algo más tarde – entre los que destinaron una mayor fracción de los nuevos ingresos de capital a la acumulación de reservas internacionales en los tempranos años noventa. Es claro que la esterilización pospone el ajuste a los influjos de capital, pero

---

<sup>15</sup> Este punto se analiza en Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1993) y también en Damill, M.; J.M. Fanelli y R. Frenkel (1994).

impide la convergencia de tasas de interés. Esto puede atraer nuevos capitales y el costo en términos de pagos de intereses puede ser sustancial. Esa es la razón por la cual las tentativas de esterilización han sido frecuentemente abandonadas o complementadas por intentos de reducir, directamente, mediante diversos mecanismos de control, los flujos de capital de corto plazo. Chile se destaca por haber acumulado reservas a un ritmo de casi 4% del PBI al año, al tiempo que logró mantener un relativamente moderado crecimiento monetario. La experiencia de Chile y Colombia en los noventa parece sugerir que las operaciones de esterilización deban ser complementadas con mecanismos directos de control de los flujos de capital.

### La “demanda de buffers” y las políticas de cartera del gobierno

Ahora bien, con libre convertibilidad de la moneda a un tipo de cambio fijo, y movilidad de capitales irrestricta<sup>16</sup>, la posibilidad de recurrir a mecanismos de esterilización se encuentra considerablemente limitada, y el impacto de las fluctuaciones en los flujos de capital puede muy dificultosamente ser amortiguado por esa vía. Por el contrario, los multiplicadores del dinero y el crédito operan plenamente, dando lugar a una respuesta pro-cíclica de la economía ante shocks del tipo de los que aquí nos ocupan.<sup>17</sup>

Por diversos mecanismos, los ingresos de capitales generan, en la fase de boom, expansión del dinero, el crédito y el producto. Sin embargo, los efectos que operan a través de los mercados financieros pueden ser asimétricos. La fase de contracción quizás luzca muy diferente a la expansiva. Los ingresos de fondos están asociados con incrementos en los precios de los activos y en la liquidez, que pueden llevar a decisiones inadecuadas de préstamo, pero que no crearán per se una crisis. Las salidas, por su parte, darán lugar inicialmente a una restricción de liquidez operando sobre el conjunto del país – al limitar la disponibilidad de divisas. Adicionalmente, conducirán a una contracción de la oferta monetaria. Esta puede configurarse a su vez como una restricción de liquidez operando sobre diversos conjuntos de agentes, de los cuales conviene destacar a los bancos. Estos enfrentarán probablemente una declinación de sus depósitos y deberán liquidar activos y exigir, para recomponer su hoja de balance, cancelaciones de créditos. Pero justamente en tales circunstancias es seguro que la liquidez de los activos de los bancos (por naturaleza menor a la de sus pasivos) se habrá reducido, limitando las posibilidades de un ajuste “ortodoxo” vía contracción simultánea de los agregados monetarios y del crédito.

---

<sup>16</sup> Hay ejemplos de regímenes de “currency board” que incluyeron controles de cambios sobre las operaciones por cuenta de capital. Williamson cita los casos de Bermudas y Estonia. Cf. Williamson, J. (1995).

<sup>17</sup> En palabras de Williamson: “Lo que no puede negarse es que el sistema de caja de conversión tiende a ser procíclico. Cuando los tiempos son buenos, el dinero fluye hacia la economía, las tasas de interés caen y se ingresa en un boom. Pero los flujos de capital son volátiles y, cuando se presentan problemas, el dinero refluye, las tasas de interés suben y el gobierno puede incluso hallar necesario endurecer la política fiscal”. Williamson, J. (1995), op. cit., p. 24.

Frente a tal situación, si no hay una autoridad en condiciones de operar como prestamista de última instancia del sistema bancaria, puede configurarse un cuadro de inestabilidad financiera, que a su vez debilitará probablemente todavía más las políticas fiscales y monetarias. De manera que, en un plano teórico, no se puede dejar de lado la posibilidad de una crisis financiera simplemente porque la caja de conversión mantenga 100% de cobertura en reservas. Esta es una importante cualificación al planteo según el cual una caja de conversión puede siempre garantizar la convertibilidad: el costo de mantener la garantía puede ser una crisis financiera (Williamson, 1995).<sup>18</sup>

En este punto es posible plantearse nuevamente una cuestión anticipada más arriba: la que se refiere a la relevancia de contar con “buffers” o amortiguadores, con “colchones de liquidez” que permitan hacer frente a restricciones de liquidez como las mencionadas, impidiendo que las mismas pongan en movimiento mecanismos (los característicos de una crisis financiera, por ejemplo) que tiendan a amplificar el impacto de la perturbación inicial en lugar de absorberlo o contrarrestarlo. En la constitución de tales “buffers”, la política fiscal y la política de manejo de la cartera activa y pasiva del sector público (incluyendo al banco central) tienen cabida como instrumentos de primera importancia.

Antes de abordar esa temática, entre tanto, corresponde puntualizar que la experiencia argentina “post-tequila” no constituyó estrictamente la respuesta ortodoxa en el marco de las reglas de la caja de conversión. La economía argentina dispuso de algunos “buffers” y de ciertas respuestas de política para hacer frente al shock negativo, que procuraron evitar algunos de sus efectos potenciales más nocivos. Los mecanismos empleados buscaron en principio limitar la contracción de la liquidez y del crédito en la fase de salidas de capitales que siguió a la crisis de México.

En primer lugar, debe recordarse que, como se mencionara en el capítulo I, el Banco Central puede computar como activos de reserva, elegibles como cobertura de la base monetaria, sus tenencias de títulos del gobierno en moneda extranjera. Hasta un 20% del circulante puede estar cubierto con estos títulos, de modo que el resto, un 80%, es lo que debe estrictamente estar cubierto por divisas o títulos en divisas contra agentes no residentes. Puesto que antes de la crisis el margen de cobertura con títulos era empleado sólo mínimamente, hubo aquí la posibilidad de contar con un importante mecanismo amortiguador. El Banco Central pudo emitir dinero para apoyar a los bancos, enfrentados algunos de ellos con serios problemas de liquidez, y lo hizo sin necesidad de contar con nuevo respaldo en divisas. Simplemente utilizó – hasta agotarlo – el margen de flexibilidad derivado de la posibilidad de incorporar títulos del gobierno nacional en el cómputo de los activos de reserva.

La importancia de este mecanismo pone de relieve el papel que pueden tener

---

<sup>18</sup> Es por esa razón que se ha sugerido, como condición de viabilidad a largo plazo de un régimen de caja de conversión, que la banca local debería tender a “transnacionalizarse”. Con un sistema bancario transnacionalizado, las filiales locales contarían con las casas matrices como prestamistas de última instancia, de manera que los propios bancos serían en definitiva los responsables de asegurar la convertibilidad de los depósitos.



las reservas libres en poder del Banco Central, por encima de las requeridas como respaldo de la convertibilidad, como “masa de maniobra” para permitirle, por ejemplo, actuar como prestamista de última instancia del sistema bancario<sup>19</sup>.

En segundo lugar, las autoridades monetarias procedieron a reducir los encajes bancarios, permitiendo también un alivio de la restricción de liquidez que pesaba sobre los bancos. Mantener encajes más elevados que los técnicos equivale a contar con un colchón adicional de liquidez, cuya reducción permite amortiguar el impacto que de otro modo podría tener sobre el crédito, o sobre la solvencia de las entidades bancarias, la caída de los depósitos del público.

Adicionalmente, algunas entidades financieras actuaron de hecho en auxilio de otras. Esto se hizo necesario – y posible – en parte como consecuencia de un efecto redistributivo que el comportamiento de los depósitos agregados en el sistema oscurece. En efecto, si bien los depósitos totales declinaron de manera pronunciada a comienzos de 1995, hubo simultáneamente una redistribución entre entidades, por lo que algunas de éstas se encontraron con liquidez excedente, al tiempo que otras enfrentaban una marcada restricción. Esto dio lugar a la conformación de una “red de salvataje” financiero, coordinada inicialmente por el Banco de la Nación. Esa red procuraba aprovechar la capacidad prestable excedente de las entidades favorecidas por el público, apoyando con esos recursos a otras que enfrentaban dificultades para hacer frente a la demanda de sus depositantes.

Finalmente, también tuvo peso (y muy grande por su efecto sobre las expectativas) el acceso a un importante paquete de apoyo externo en el que participaron los organismos multilaterales, en particular el Fondo Monetario Internacional. En el marco de esos acuerdos se obtuvieron fondos destinados a apoyar a las entidades financieras y facilitar el proceso de fusiones y absorciones que fue uno de los ejes de la acción dirigida a revertir el cuadro de crisis financiera de comienzos de 1995.

Además de esos factores de amortiguación del impacto de las restricciones de liquidez jugó también a favor de la Argentina, en la difícil coyuntura de 1995, un aspecto relativo a la estructura de la deuda pública. El mismo resalta si se compara el caso argentino con el de México. En efecto, uno de los rasgos de fragilidad de la situación financiera mexicana, destacado por Guillermo Calvo entre otros<sup>20</sup>, tomaba la forma de un notorio “descalce” de plazos entre las obligaciones y los activos públicos. El mismo se manifestaba en particular en una significativa

---

<sup>19</sup> Al respecto, es útil tomar en cuenta algunas “lecciones” de la crisis del 95, de acuerdo con la visión de las autoridades: “La crisis reciente también demostró la necesidad, en la Argentina, de una institución que pueda actuar como prestamista de última instancia para el sistema financiero. Estamos en el proceso de crear tal institución, pero no será una entidad que cumpla esa tarea mediante la emisión monetaria y la reintroducción de la inflación en la economía. En cambio, obtendrá su financiamiento bien de recursos fiscales, bien de préstamos voluntarios. Hay quienes arguyen que una caja de conversión priva al banco central de toda posibilidad de actuar como prestamista de última instancia. No es así”. Esa reflexión, perteneciente al ex ministro Domingo Cavallo, se encuentra en: Hausmann R. y L. Rojas-Suárez (eds.), op. cit., p. 47.

<sup>20</sup> Cf. Calvo, G. (1995).

desproporción entre la deuda pública de corto plazo en circulación y los activos líquidos en poder del gobierno (reservas de divisas de las autoridades monetarias).

La relación entre los pasivos de corto plazo y los activos líquidos es lo que convencionalmente define la posición de liquidez de un agente económico. En el caso mencionado, el gobierno mexicano se encontraba enfrentando una situación de marcada iliquidez, lo que lo hacía particularmente vulnerable a un cambio desfavorable en el humor de los mercados que dificultara el refinanciamiento de los pasivos de corto plazo.

De la consideración de ese problema y de su relevancia en la gestación de la crisis mexicana Calvo deriva, por una parte, la conclusión de que es razonable del establecimiento de metas para el endeudamiento de corto plazo de los gobiernos<sup>21</sup>. Por otra parte, destaca la importancia de incluir a la deuda pública de corto plazo en la estimación de indicadores de vulnerabilidad financiera como los que vinculan a los agregados monetarios (M) con el volumen de reservas internacionales (R). Es decir, cocientes del tipo  $M/R$ , que ilustran acerca de la vulnerabilidad financiera interna de una economía deberían incluir la deuda de corto plazo del gobierno en el numerador<sup>22</sup>.

En el caso argentino, como ya se indicó, la situación de liquidez del sector público resultaba beneficiada por la ausencia de una deuda pública de corto plazo de volumen significativo, que requiriese de “rollover”.

De todos modos, la vigencia del régimen de convertibilidad hace que no pueda considerarse al total de las reservas líquidas en poder de las autoridades monetarias

---

<sup>21</sup> Suele razonarse, sin embargo, como si el endeudamiento de corto plazo fuese siempre una elección voluntaria de los gobiernos, que la prefieren a alternativas más “largas” pero probablemente más caras. Pero parece más razonable pensar que, con frecuencia, las economías emergentes enfrentan dificultades para acceder al financiamiento de plazo mediano y largo, de manera que la deuda de corto no crece simplemente por elección de la demanda, sino más probablemente porque es ese el segmento en el que hay oferta disponible.

<sup>22</sup> En el trabajo de Calvo ya citado se hace un esfuerzo por explicar que la crisis – de México u otras de semejante naturaleza – puede originarse en razones estrictamente financieras, en forma independiente del estado de la cuenta corriente del balance de pagos (cuyo desequilibrio es visto, desde otras perspectivas analíticas, como un factor decisivo). En realidad, la distinción entre esos dos aspectos de la gestación de la crisis parece forzada. Considérese, por ejemplo, que un indicador de liquidez como:  $L = AC/PC$ , donde PC son los pasivos de corto plazo y AC los activos líquidos en poder de las autoridades, describe un aspecto crucial del cuadro macrofinanciero. Ese es un cociente entre dos “stocks”. Pero es evidente que si la economía enfrenta un desequilibrio considerable en la cuenta corriente del balance de pagos (un desequilibrio “flujo”) y el financiamiento disponible se torna insuficiente para hacerle frente, esa situación puede provocar una erosión rápida y significativa de las reservas internacionales (incluidas en AC), afectando por ende al coeficiente de liquidez “L”. Es decir, un déficit de cuenta corriente de gran magnitud (asociado probablemente a una relación  $CC/AC$ , o  $CC/R$ , es decir, “déficit de cuenta corriente/reservas” también elevada), puede deteriorar muy velozmente la posición de liquidez de la economía como un todo – frente al resto del mundo – y también del gobierno (definido incluyendo al banco central). Esto es así en especial en lo que se refiere a la liquidez en divisas. Naturalmente, los agentes económicos conocen este hecho (prestan atención a indicadores de fragilidad externa como los examinados más arriba en el trabajo) y lo tomarán en cuenta cuando decidan si renuevan o no sus colocaciones en papeles de deuda nacionales.

como parte de los activos contra los cuales comparar los pasivos de corto plazo, a fin de caracterizar la situación de liquidez. Esto es así puesto que una parte de las reservas sólo puede destinarse a respaldar el circulante, y no a otro fin. De manera que la definición de reservas relevante para este cómputo es la que incluye únicamente a los activos líquidos contra no residentes por encima de los requeridos por el respaldo al circulante. En otros términos, el concepto relevante es el de reservas excedentes, por sobre las que respaldan la convertibilidad. Y las reservas excedentes han sido, durante la vigencia del régimen, desde 1991, de poca significación.<sup>23</sup>

Un aspecto adicional que tiene relevancia en este contexto es que, en verdad, la distinción entre deuda de corto plazo y de largo plazo tiende a desdibujarse, en algunos de sus efectos, en vigencia de un régimen de convertibilidad. Como lo indica Williamson (op. cit., p. 24) una incipiente crisis de convertibilidad podría devenir en una crisis financiera interna si los tenedores de activos denominados en moneda local o extranjera pero no cubiertos por divisas procurasen convertirlos en dinero que podrían a su vez convertir en divisas. Una caja de conversión no es “a prueba de falias” una vez que los residentes comienzan a salir de la moneda nacional y de los papeles en ella denominados. Los riesgos son particularmente significativos si el sistema financiero es frágil y se ha expandido recientemente sobre la base de influjos de capital no esterilizados. Es claro que una “corrida” del tipo descrito puede alimentarse no sólo de instrumentos de deuda de corto plazo, sino también de cualquier otro plazo. De todos modos, en estos casos la declinación en el precio de los instrumentos de deuda amortiguaría parcialmente el efecto de la corrida. Pero no aislaría a las reservas en el grado en que esto podría ser factible en ausencia de convertibilidad.<sup>24</sup>

Se han señalado hasta aquí algunas de las dificultades de naturaleza macroeconómica que la volatilidad de los movimientos de capitales tiende a generar, en especial en economías con sistemas financieros relativamente subdesarrollados. Por un lado, tales economías se ven enfrentadas a períodos de boom, con sobreabundancia de divisas, alternados con otros en los que, al contrario, enfrentan restricciones en la disponibilidad de fondos externos, que hemos considerado como restricciones de liquidez internacional. En las fases contractivas, la escasez de divisas puede originar también restricciones de liquidez “interna”, capaces de afectar a diversos agentes económicos pero muy en particular a los bancos, hecho éste que en presencia de cuadros de fragilidad financiera puede alimentar el desarrollo de una crisis.

Se ha señalado también que estas problemas tienden a manifestarse de manera

---

<sup>23</sup> J. Williamson (op. cit.) refiere, por ejemplo, el caso de Singapur, que entre los ejemplos de regímenes del tipo de “caja de conversión” se caracteriza por tener un significativo excedente de cobertura en divisas sobre sus pasivos monetarios, lo que potencia los grados de libertad de la política monetaria.

<sup>24</sup> Además hay que considerar que los bancos locales son, frecuentemente, tenedores de volúmenes importantes de deuda pública de corto y de largo plazo. Si los agentes económicos buscan desprenderse de tales instrumentos de deuda y el precio de éstos cae, la hoja de balance de los bancos se deteriora, por lo que también, por vía indirecta, el Banco Central puede ser llamado a intervenir.

acentuada en presencia de un régimen de convertibilidad con libre movilidad de capitales, en virtud de que el mismo da lugar a una respuesta procíclica frente a shocks nominales como los que aquí nos ocupan. Al mismo tiempo, se indicó que ese tipo de respuesta es confirmado o reafirmado por el escaso margen de maniobra que normalmente tienen las políticas de estabilización bajo semejante conjunto de reglas.

La principal conclusión que puede derivarse de ese razonamiento, en el que resaltan las eventuales restricciones de liquidez como fuente muy relevante de problemas para el manejo macroeconómico, es que la construcción de “colchones de liquidez” a través de la política fiscal y de las decisiones de manejo de cartera del gobierno puede tener un papel decisivo como instrumento de estabilización. Más en general, la situación de liquidez, definida por la relación entre los pasivos de corto plazo y las tenencias de activos líquidos del gobierno y del banco central, debería ser objeto central de preocupación.<sup>25</sup>

Supóngase inicialmente, como primer paso, que es posible generar un resultado fiscal positivo en la fase de ingresos de capitales, cuando la restricción de divisas no es operativa y la economía puede expandirse con el apoyo del ahorro externo, como sucediera por ejemplo en la Argentina bajo el régimen de convertibilidad, hasta 1994 (en ese período el producto se expandió aceleradamente, aunque sin que se generase un superávit fiscal acumulado). Obviamente, la cuestión relativa a cómo generar tal superávit es de gran complejidad y relevancia. Sin embargo, no será esa la pregunta que nos plantearemos aquí, sino otra, referida a los aspectos financieros del resultado fiscal. ¿Qué forma financiera asumiría ese superávit, suponiendo que se le alcance?<sup>26</sup>

Podría tomar la forma, por ejemplo, de acumulación de reservas excedentes en el Banco Central, por sobre las que respaldan la convertibilidad. Es decir, el superávit fiscal actuaría como un mecanismo de absorción monetaria, mejorando la relación de convertibilidad. En otras palabras, mejorando, en los términos de la discusión de unas páginas más arriba, la posición de liquidez del sector público (y no sólo su patrimonio). Según este planteo, en la fase de boom y si logra generar superávit fiscal, el Tesoro reduciría su deuda neta con el Banco Central, con lo que aumentaría la

---

<sup>25</sup> En esta misma línea, en un reciente trabajo editado por el BID (Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez, eds., op. cit.) se insiste en la importancia del diseño de instituciones y regímenes de política apropiados para reducir la vulnerabilidad de la economía ante fluctuaciones en los flujos de capital y minimizar los efectos adversos de su volatilidad sobre la economía real.

<sup>26</sup> Es decir, nos planteamos la cuestión como si fuese posible pensar a la economía funcionando “en régimen”. Como en un ejercicio de estática comparativa, se parte de una situación relativamente equilibrada sobre la que opera el shock favorable que da lugar al boom, y se supone que en la fase expansiva es posible obtener un resultado fiscal superavitario. En la práctica, las opciones de política pueden no ser, sin embargo, tan claras como desearían quienes tienen que tomar las correspondientes decisiones. De hecho, en la Argentina el período expansivo 1991-94 fue también de rápida monetización de la economía. La monetización y la recomposición financiera internas eran imprescindibles, a la salida de la hiperinflación. En ese contexto concreto, la generación de superávit fiscal – nuevamente pasando por alto la cuestión del cómo – podría haber tenido el efecto inconveniente de retrasar el proceso de remonetización y reconstitución del crédito

relación Reservas/Base monetaria. También aumentarían relaciones como Reservas/ agregados monetarios amplios (M2, ó M3) etc. En otros términos, los indicadores de fragilidad financiera interna tenderían a evolucionar favorablemente.

En la eventualidad de un cambio en el signo de los flujos de capital, o de una atenuación de los in-flujos que, si la cuenta corriente es deficitaria, podría dar lugar de todos modos a una contracción de las reservas y de la liquidez, esas reservas excedentes contribuirían, por un lado, a sostener la posición de liquidez externa del país en niveles más manejables y, por otro, otorgarían también cierto margen de flexibilidad en materia de políticas monetaria y fiscal. Un “fondo” de reservas excedentes permitiría por ejemplo financiar acciones de apoyo a los bancos, o a actividades seleccionadas, sin que la nueva emisión afecte el pleno respaldo en divisas del circulante. La acumulación de tal “buffer” haría posible, además, un tipo de respuesta relativamente rápida como la que exige la intervención de un prestamista de última instancia ante una situación de riesgo de crisis financiera abierta, que no da márgenes para esperar.

En los términos en que, por ejemplo, se plantea la discusión del caso mexicano en el artículo de G. Calvo ya referido, la disponibilidad de tal colchón de liquidez permitiría una respuesta activa dirigida a evitar la configuración de un “equilibrio malo”, con bajo nivel de actividad a causa de la restricción financiera, por mecanismos en alguna medida equivalentes al “cebar la bomba” del viejo problema keynesiano. La existencia de esta capacidad de intervención puede a su vez, ante perturbaciones como la del tequila, limitar los efectos de derrame o contagio, actuando como disuasivo de las acciones precautorias de los inversores, que verían en la existencia de una masa de intervención importante una garantía de continuidad de las políticas.<sup>27</sup>

Volviendo al ilustrativo caso mexicano, al examinar el desarrollo de la crisis, cabe la pregunta acerca de cuánto ajuste externo tenía el país que realizar. Naturalmente eso depende del financiamiento disponible y la respuesta no es única. Hay, posiblemente, múltiples equilibrios en función de la respuesta de los mercados financieros. Ya hemos hecho referencia a la posibilidad de que la economía, a partir de una situación de restricción de liquidez, ingrese en un sendero proclive a configurar un “equilibrio malo” o deprimido, asociado a una contracción de financiamiento excesiva si se atiende al estado inicial de las variables fundamentales. Esa excesiva contracción del financiamiento agrava los problemas del sector productivo (arrastra a un sobreajuste real), de las cuentas fiscales y de los bancos, generando una trayectoria macroeconómica que acaba validando las expectativas pesimistas de los inversores. Otro equilibrio, con mayor financiamiento (y expectativas menos deprimidas), una recesión menos intensa y un menor deterioro de los bancos y de las cuentas fiscales puede ser perfectamente concebible.

---

<sup>27</sup> En un contexto menos signado por la lógica de la emergencia, parte de los ingresos generados por privatizaciones de empresas públicas podría haber sido destinada a la inversión en “buffers” de liquidez (es decir, para financiar eventualmente gasto público futuro, en lugar de gasto corriente del período de los ingresos).

En el caso argentino, más allá de las diferencias significativas en la trayectoria de la economía en relación con lo observado en México, podría argumentarse que también, aunque por mecanismos diferentes, tendió a establecerse una suerte de equilibrio deprimido, expresado en una recesión intensa y duradera a lo largo de 1995, que persistía incluso ya bien entrado 1996, a pesar de que bastante antes se recuperó un acceso relativamente fluido al financiamiento externo. La política fiscal siguió un sendero intermedio: se mantuvo el nivel del gasto público (es decir, no se redujo como imponía la receta ortodoxa para responder a la necesidad de ajustar el balance de pagos), pero hubo una política tributaria activa, orientada a moderar el aumento del déficit fiscal vía suba de tasas (la del impuesto al valor agregado, en particular, pasó de 18 a 21%). El déficit de todos modos se incrementó de manera significativa. El acceso a nuevo financiamiento hizo que esto fuera posible, contribuyendo a evitar un proceso de ajuste externo y fiscal aún más traumático.

La discusión precedente indica que si la sociedad “elige” la vigencia de un régimen de libre convertibilidad, con las ventajas que el mismo presenta en materia de estabilidad de precios, en cierta forma elige también, porque es la otra cara de la misma moneda, una elevada propensión a la inestabilidad de cantidades (producto, empleo, volumen de dinero y crédito) así como de los precios de los activos. Es decir, deberá afrontarse un costo en términos de volatilidad/inestabilidad real y financiam. O bien, si se procura limitar esta característica que es inherente al régimen, habrá que asumir otro costo – según lo sugerido más arriba – como es el involucrado en la inversión en “buffers” que permitan acotar el impacto de los shocks de origen externo que pueden presentarse recurrentemente en un mundo de capitales marcadamente volátiles.<sup>28</sup>

### La deuda de corto plazo

Más arriba, al dar por supuesto el logro de un superávit fiscal en la fase de boom, se asumió que el mismo podría tener contrapartida en la acumulación de reservas excedentes en el Banco Central. Pero normalmente las autoridades enfrentarán también otras opciones en su manejo de cartera, como cancelar deuda cara, o cancelar deuda de corto plazo, además de acumular activos (en particular reser-

---

<sup>28</sup> Esta segunda opción (asumir el costo de la acumulación de “buffers”) parece claramente preferible al costo llano de la volatilidad, porque porea vía puede aspirarse a una mayor estabilidad de precios y de cantidades, atenuando los ciclos, frente a la variabilidad de cantidades y a la inestabilidad financiera que suponen las políticas pasivas. Sin embargo, un fondo conformado por activos externos constituye financiamiento otorgado por el país al resto del mundo. En los períodos de boom, porea vía se limitaría el financiamiento neto recibido por la economía nacional. Si el receptor local de financiamiento externo es fundamentalmente el sector privado, este proceso puede generar de hecho desplazamiento de gasto público. En tal caso, quizás se tenga un mayor gasto privado en bienes de consumo y un menor gasto público en hospitales, por ejemplo. Las circunstancias indicadas, en particular en lo que se refiere a los costos de la volatilidad, sugieren que un régimen de convertibilidad puede resultar demasiado costoso como soporte de la estabilidad, más allá de una situación económica de emergencia como la configurada por la hiperinflación.

vas excedentes). Las dos primeras pueden ser convenientes si se atiende a su efecto fiscal de corto plazo: la carga de intereses se reduce y esto mejorará el resultado fiscal. Priorizar, en cambio, la acumulación de activos externos es una inversión en liquidez, que naturalmente tiene un costo: éste depende del “spread” entre las tasas de interés que el gobierno paga por sus obligaciones y la que recibe por sus tenencias de activos emitidos por el resto del mundo. En consecuencia, atendiendo al resultado fiscal de corto plazo, esa opción puede ser desventajosa.

Sin embargo, como ya se indicó, esas reservas serían un activo de gran valor en manos de las autoridades monetarias frente a la configuración de restricciones de liquidez o de financiamiento que afecten al sector externo, o al sector público o a los bancos. Su disponibilidad permitiría contar con un instrumento de intervención de considerable potencia, frente a situaciones de ese tipo. Si el uso de esos activos consigue efectivamente moderar el impacto recesivo de un shock negativo y atenuar los efectos en cadena de la restricción de financiamiento sobre los bancos, es posible que los beneficios de la inversión en “buffers” superen considerablemente a su costo. Puede ser así incluso en términos estrictamente fiscales: una recesión más moderada significará una menor reducción de la recaudación tributaria (la magnitud de este efecto dependerá de la elasticidad-ingreso de la recaudación, ceteris paribus las tasas impositivas). En cierta forma, el costo de las reservas excedentes – o más en general, de la acumulación de activos externos – puede verse como un “seguro” contra fluctuaciones pronunciadas del ingreso nacional y de los ingresos fiscales, comprado por el sector público<sup>29</sup>. La acumulación de activos líquidos tiene alguna ventaja sobre la reducción de la deuda de corto dada por el hecho de que, estando disponibles, estos recursos pueden potencialmente emplearse para más de un objetivo, ampliando los grados de libertad de la política económica.

Cuando se discute el papel de la política fiscal como instrumento anticíclico, potencialmente apto para ser contrapuesto a los variables flujos de capitales, parece haber una clara “subdiscusión” de los aspectos financieros del manejo fiscal como los que se han venido examinando hasta aquí.<sup>30</sup>

En relación con la política fiscal anticíclica en la fase de boom suele argumentarse, por ejemplo, como sigue. Cuando la contrapartida de un déficit de cuenta corriente del balance de pagos es un déficit del sector privado (como tendió en

---

<sup>29</sup> Las metas pactadas por el gobierno argentino con el FMI en marzo de 1995 incluyeron la acumulación de 2600 millones de dólares de reservas excedentes para fin de ese año. Ese “colchón” de reservas tenía la función de dar un margen de flexibilidad para que las autoridades monetarias pudiesen actuar como “prestamista de última instancia” en caso de nuevas perturbaciones financieras. Conceptualmente, ese “buffer” actúa del mismo modo que la capacidad de endeudamiento del sector público: éste puede compensar los efectos negativos de un shock financiero desfavorable tanto incurriendo en nuevo endeudamiento cuanto utilizando reservas excedentes. En ambos casos, se trata de disponer de amortiguadores que debilitan la operación de mecanismos de amplificación de la perturbación negativa que operan tanto a través de la recesión-ajuste de cantidades y cuanto del incremento de la fragilidad financiera.

<sup>30</sup> Cf. por ejemplo las distintas posiciones de los comentaristas en: Hausmann, R y L. Rojas-Suárez, op. cit.



general a ser el caso, en América Latina, a lo largo de la fase expansiva de inicios de los noventa), la efectividad y la deseabilidad de la utilización de la política fiscal para incrementar el ahorro nacional es materia de disputa. Hay fundamentos teóricos y alguna evidencia empírica – se señala – en favor de la idea de que el ahorro privado puede ajustar de modo de compensar, por ejemplo, los cambios en las tasas impositivas, en particular si son percibidos como “transitorios”. Desde esa perspectiva, una mejora del resultado fiscal podría darse sin que ni el déficit en cuenta corriente ni la tasa de ahorro se muevan de sus niveles previos.

Pero aún cuando ese razonamiento – que no parece demasiado plausible – fuese aceptado (es decir, asumiendo que si se genera un superávit fiscal, no pueda descartarse que el déficit privado crezca *pari passu*), el argumento financiero que se planteó más arriba conserva al menos parte de su validez. Si el gobierno utiliza el superávit fiscal para mejorar su posición de liquidez, aunque no lograra moderar el boom, estaría en mejores condiciones de moderar los efectos disruptivos de una eventual declinación o reversión transitoria de los flujos de fondos en algún momento futuro. En otros términos, tendrá más recursos para impedir que un shock “saque a la economía del corredor”<sup>31</sup> es decir, del entorno del sendero de equilibrio, impidiendo la configuración de círculos viciosos como: salida de capitales, contracción del crédito, recesión, caída de la recaudación, aumento del déficit fiscal, incumplimiento de pagos por parte del sector público, mayor incertidumbre, salidas de capitales, y así en adelante.

Naturalmente, además de la acumulación de activos de fácil disponibilidad que puedan emplearse como masa de maniobra frente a un shock negativo, las decisiones en relación con la estructura de pasivos, en especial en lo que se refiere a la estructura de vencimientos de las obligaciones contraídas, mantienen toda su relevancia. La evidencia reciente ha vuelto a confirmar los riesgos implícitos en el endeudamiento de corto plazo. Las deudas de corto plazo plantean la necesidad del “rollover”. De modo que aún un cierre temporario del acceso a los mercados podría colocar a un país en una posición insostenible.

En la publicación del BID citada más arriba se sugiere que además de dar preeminencia al endeudamiento de mediano y largo plazo, y procurar adicionalmente eliminar la concentración de vencimientos en cualquier momento en el futuro, es recomendable que el banco central mantenga una significativa proporción de los recursos que se espera que el país deba utilizar para hacer frente al servicio de la deuda (incluyendo amortización) en los próximos cuatrimestres, en la forma de reservas internacionales de mucha liquidez y fácilmente disponibles. Esta política implica que si la deuda es de corto plazo, sería necesario mantener casi plena cobertura en reservas internacionales, además de la cobertura que se requiere para

---

<sup>31</sup> Sobre la noción del corredor o pasillo y el papel amortiguador de los activos líquidos, cf. Leijonhufvud, A. (1981). En especial en capítulo 6: “Effective Demand Failures”.



asegurar el pago de importaciones y para responder a fluctuaciones en la demanda de base monetaria<sup>32</sup>.

Un punto muy importante es que lo dicho en relación con el sector público y la deuda de corto plazo, el problema del “rollover”, no es muy diferente para la deuda emitida por el sector privado. Por lo tanto, es recomendable mantener un especial interés en asegurar que la deuda de corto plazo sea emitida prudentemente por éste, tanto como por el gobierno. Según ya se señaló, el argumento se fortalece si se toma en cuenta que las obligaciones privadas – y de los bancos – pueden, dentro de ciertos límites, considerarse también como obligaciones contingentes del sector público.

### ALGUNAS CONCLUSIONES ACERCA DE LAS OPERACIONES DE MANEJO DE LA DEUDA

Un primer punto enfatizado en las páginas precedentes establece que, en ocasiones, la evolución de los compromisos financieros del estado es dominada no ya por el desequilibrio financiero fiscal sino por desbalances macroeconómicos originados en otras áreas problemáticas. En efecto, el comportamiento de la deuda pública puede a veces responder a necesidades derivadas de desequilibrios en el sector externo o en el sistema financiero interno. Puede también reflejar el impacto de perturbaciones originadas en dichos desequilibrios, como sucedería por ejemplo ante una devaluación real, que incrementaría el valor real de la deuda denominada en dólares independientemente del nivel del déficit público.

Por cierto, los problemas derivados de la vulnerabilidad del sector externo y de cuadros de fragilidad financiera interna se suman a la dinámica del endeudamiento que resulta de eventuales problemas de financiamiento propios del sector estatal.

Es natural que, en tales circunstancias, las operaciones de deuda pública suelen tener un papel en gran medida subordinado a los objetivos de la estabilización y el equilibrio macroeconómico de corto plazo. La consideración de estos aspectos debería entonces ocupar un lugar privilegiado al evaluarse la calidad del manejo de la deuda.

En otros términos, la cuestión que se plantea es la de en qué medida la evolución del endeudamiento público y de su composición contribuyen a consolidar, o ponen potencialmente en riesgo, el equilibrio macroeconómico de corto plazo (comprendiendo en ese concepto no sólo la estabilidad de precios, sino también del nivel de actividad, la tasa de crecimiento de la economía, el empleo). Y también, al revés, en qué medida los desbalances macroeconómicos corrientes (incluyendo aquéllos de naturaleza) pueden comprometer la sustentabilidad de la situación financiera del sector público.

Una primera consecuencia de esa forma de ver la cuestión indica que, además

---

<sup>32</sup> Hausmann, R. y L. Rojas-Suárez (eds.), op. cit., p. 33.

de prestar atención al nivel corriente del endeudamiento público, y a su peso relativo en comparación con otras variables macroeconómicas (según reflejan relaciones como “deuda pública/PBI”, por ejemplo), es importante tratar de evaluar los riesgos que, para la evolución financiera fiscal, involucra determinada configuración del panorama macroeconómico, por un lado, y de la propia deuda, por otro. Asimismo, interesa examinar cómo esos riesgos pueden ser atenuados o potenciados por las decisiones de cartera del sector público.

Para caracterizar tales riesgos, como se apuntara más arriba, es esencial contar, en primer lugar, con indicadores que permitan seguir la evolución de la fragilidad financiera externa de la economía y de la fragilidad financiera interna.

En el tratamiento de la deuda, a los fines indicados en el párrafo precedente, no parece recomendable limitar el examen a los compromisos del sector estatal. El comportamiento de la deuda privada con el resto del mundo es también relevante cuando se trata de caracterizar la evolución de la vulnerabilidad externa del país en su conjunto. Y a eso debe agregarse el hecho ya señalado de que, en alguna medida, las obligaciones privadas pueden pensarse, en parte, como obligaciones contingentes del sector público.

El análisis precedente sugiere también que indicadores de fragilidad financiera interna como los que vinculan a los agregados monetarios (incluyendo la deuda pública de corto plazo) con las reservas, deben asimismo seguirse con atención, porque señalan los riesgos que pueden derivarse de perturbaciones capaces de originar movimientos importantes en los portafolios de los agentes económicos.

Además de los riesgos señalados, la propia estructura de la deuda pública puede ser una fuente mayor o menor de problemas. La estructura por moneda es particularmente relevante, porque de ella depende el riesgo de devaluación asumido por el gobierno. Este aspecto establece una vinculación clara entre la vulnerabilidad externa de la economía y la fragilidad financiera del propio sector público.

Por otra parte, el análisis de la forma de funcionamiento de la economía bajo el régimen de convertibilidad con libre movilidad de capitales llevó a enfatizar la importancia crucial de la posición de liquidez de la economía como un todo, y del sector público en particular. La elaboración de distintos indicadores que apunten a caracterizar el estado de liquidez y a anticipar en lo posible su evolución en el futuro inmediato y a mediano plazo, deberían ocupar un lugar importante en las tareas de evaluación de la gestión de la deuda.

La corriente anticipada de servicios de la deuda es uno de los datos básicos para estimar la evolución probable de los indicadores de liquidez y, por ende, de la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante cambios en la situación de los mercados financieros. Los flujos de servicios dependen a su vez de la estructura de vencimientos, por un lado, y de las tasas de interés, por otro. Estos dos aspectos merecen en consecuencia especial atención. El peso de la deuda a tasa flotante es un indicador del “riesgo de tasas” asumido por el emisor de la deuda. Y en lo que se refiere a la estructura de vencimientos, ya se ha hecho mención a los riesgos involucrados en el endeudamiento de corto plazo, así como a la sugerencia del establecimiento de límites al mismo como forma de acotar la vulnerabilidad financiera del sector público.

Algunos hechos estilizados sobre la experiencia reciente de la Argentina ilustran sobre la importancia que los elementos señalados pueden adquirir. La vulnerabilidad externa y la fragilidad financiera de la economía se hicieron patentes, conjuntamente, como resultado de los críticos eventos de 1994-95. Decisiones de endeudamiento del sector público fueron tomadas para hacer frente simultáneamente al cuadro de insuficiencia de financiamiento externo y de crisis financiera interna que siguió al impacto del tequila. La posición de liquidez del gobierno antes de la crisis, por otra parte, no presentaba ninguna holgura. Si bien no había una significativa deuda de corto plazo que requiriera renovación, tampoco se aprovecharon los tiempos favorables previos para, merced a los recursos generados por las privatizaciones, por ejemplo, constituir algún tipo de “buffer” que permitiera hacer frente a un período contractivo en mejores condiciones. Bajo el régimen de convertibilidad, la referida falta de holgura se tradujo en carencia de instrumentos de política. Esta, finalmente, contribuyó a configurar un particularmente penoso y prolongado período recesivo que siguió al shock negativo de 1994. La economía reveló poca dinámica para superar de manera espontánea el cuadro de bajo nivel de actividad con fuerte desempleo. La recesión deterioró los ingresos fiscales, se incrementó el déficit y nuevamente, como consecuencia – en parte – de la naturaleza recesiva del proceso de ajuste externo, tendió a crecer endógenamente la deuda pública.

## BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

- AGELL, J., PERSSON, M. y FRIEDMAN, B. (1992). Does debt management matter? FIEF Studies in Labour Markets and Economic Policy, Clarendon Press, Oxford.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. y REINHART, C. (1993). “Capital flows to Latin America: the role of external factors”, IMF Staff Papers, Washington D.C.
- CALVO, G. (1995). Capital flows and macroeconomic management. Tequila Lessons, Mimeo, University of Maryland.
- DAMILL, M. y FRENKEL, R. (1987). “De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-82”, Ensayos Económicos n° 37, Buenos Aires.
- DAMILL, M., FANELLI, J.M. y FRENKEL, R. (1994). Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta. Los casos de Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia. Chile y México. CEPAL, Santiago de Chile.
- DAMILL, M., FANELLI, J.M. y FRENKEL, R. (1996). “De México a México: El desempeño de América Latina en los Noventa”, Desarrollo Económico, Número Especial, vol. 36, Buenos Aires. Revista de Economía Política, vol. 16, n. 4(64), outubro 1996.
- DORNBUSCH, R. y DRAGHI, M. (eds., 1990). Public debt management: theory and history. Cambridge University Press, New York.
- FANELLI, J.M. y FRENKEL, R. (1993). “On gradualism, shock treatment and sequencing”, International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Research Papers for The Group of Twenty Four, vol. II, United Nations, New York.
- FOLKERTS-LANDAU, D. y ITO, T. (1995). International capital markets. Developments, prospects and policy issues, IMF, Washington D.C.
- FRENKEL, R. (1995). “Macroeconomic sustainability and development prospects: Latin American performance in the 1990s”, UNCTAD Discussion Papers n° 100, Ginebra.

- HAUSMANN, R. y ROJAS-SUÁREZ, L. (eds.) (1996). Volatile capital flows. Taming their impact on Latin America. IDB, Washington D.C.
- LEIJONHUFVUD, A. (1981). Information and coordination. Essays in macroeconomic theory. Oxford University Press, New York.
- MEHRAN, H. (ed.) (1985). External debt management. International Monetary Fund, Washington D.C.
- TOBIN, J. (1963). "An essay on the principles of debt management", Fiscal and debt management policies. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- WILLIAMSON, J. (1995). What role for currency boards? Institute for International Economics, Washington D.C.

